مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (1980-2015)

أ. بلعابد سيف الإسلام النوي
أ.د. قدي عبد المجيد
كلية العلوم الاقتصادية
مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية
جامعة الجزائر3

ملخص:
تتناول هذه الدراسة موضوع مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1980 – 2015)، حيث يتمّ استعراض الإطار المفاهيمي لهذا الأسلوب التمويلي في مرحلة أولى، وفي المرحلة الثانية تتمّ دراسة تجربة عمل شركات رأس المال المخاطر في الو.م.أ، كما تسعى هذه الدراسة إلى توضيح أهمية رأس المال المخاطر كتقنية تمويلية مساعدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا بتتبّع المراحل التاريخية لتطور هذا النوع من الوساطة المالية في الو.م.أ، وبالتوازي يتمّ إبراز الإجراءات والبرامج التي اتخذتها لترقية عمل شركات رأس المال المخاطر، وذلك في محاولة لتحديد عوامل نجاح عمل هذه الشركات.
الكلمات المفتاحية: شركات رأس المال المخاطر، مؤسسات صغيرة ومتوسطة، وساطة مالية، تمويل مؤسسات.

Abstract:
This study sheds light on venture capital firms participation in small and medium enterprises' finance in the United States of America during the period (1980-2015), it consists of the conceptual framework of this financing method in the first phase, and in the second phase, it has been studied a work experience of the venture capital firms in the U.S.A, The study leads to show the importance of using the venture capital as a financing technique for helping the small and medium enterprises, and follow the historical stages of this kind of the Financial intermediation in U.S.A, In parallel was highlighted the procedures and programs undertaken by this last to upgrade the work of venture capital firms, In an attempt to determine the success factors of the work of these companies.
Key words : Venture capital firms, small and medium enterprises, Financial intermediation, Enterprisesfinance.

مقدّمة:
يحظى قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأهميّة بالغة في دوران عجلة التنمية الاقتصادية، ممّا أدّى إلى اهتمام الدراسات بالبحث عن كيفية ضرورة تنميته وتطويره؛ خصوصا من الجانب التمويلي نظرا لمعاناته من عدّة عراقيل في طريق حصوله على الائتمان البنكي.
وبغرض التخفيف من حدّة العراقيل التمويلية التي تعيق نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أقدمت عدّة دول إلى ابتكار أساليب تمويلية تتناسب وخصوصية هذه المؤسسات، حيث برز أسلوب

التمويل وفق رأس المال المخاطر كأداة لتجاوز بعض هذه الإشكالات. فهو عبارة عن أسلوب تمويلي يعتمد على مبدأ المساهمة في رأسمال المؤسسة لفترة زمنية محددة بواسطة شركات رأس المال المخاطر التي ينصب اهتمامها على المشاريع الإبتكارية عالية المخاطر سواء الجديدة أو تلك المتعثّرة، إذ لا تتوقف هذه التقنية على مجرّد توفير التمويل كما هو الحال في التمويل البنكي، بل ترتكز على مبدأ المشاركة حيث تتحمّل كليّا أو جزئيا الخسارة في حالة فشل المشروع المموَّل، ولتحمي نفسها تقوم بتقديم الدعم الفني والإداري للمؤسسة المموَّلة لتمكينها من تحقيق عوائد مرتفعة، ثمّ تقوم الشركة بعد ذلك ببيع حصتها محققة عائدا يغطي درجة المخاطرة التي تحمّلتها لها.

ازدادت أهمية دور شركات رأس المال المخاطر في الاقتصاديات المعاصرة كأسلوب تمويلي ملائم لطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم، بما يعمل على تطويرها وتنميتها، إذ يساعد توفير التمويل للمؤسسات ذات معدلات الخطورة المرتفعة على تجسيد الأفكار الإبداعية والمبتكرة على أرض الواقع كمشروعات ناجعة، فبفضل هذا المبدأ، تحوّلت مؤسسات صغيرة في ظرف وجيز إلى مؤسسات متوسطة ناجحة لتتحوّل بعد ذلك إلى مؤسسات كبرى تستحوذ على حصص سوقية كبيرة على مستوى العالم.

لقد تمّ السعي لتنمية وتطوير هذا الأسلوب التمويلي، وذلك بتوفير العوامل المساعدة على خلق مناخ جذّاب لاستقطاب المتعاملين برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، التي كانت سبّاقة في الانفراد بهذه التقنية التمويلية بعد نهاية الحرب العالمية الثانية، حيث أنشأت أول شركة متخصّصة في هذا المجال من طرف (G.Doriot) في سنة 1946، ومنذ ذلك الحين تبنّت الو.م.أ مجموعة من الإجراءات مكّنتها من اعتلاء "**المرتبة الأولى عالميا في حجم الاستثمارات في رأس المال المخاطر خلال الفترة ما بين 2000- 2010**"،[1] وساعدها في ذلك امتلاكها لثقافة ريادة الأعمال بامتياز، حيث يعتبر Pierre Battini, Gilles Mougenot بأنّ الو.م.أ هي بمثابة عرَّاب لصناعة رأس المال المخاطر على المستوى العالمي.

ونتيجة لهذه المعاينة تظهر الحاجة إلى إبراز المساهمة التمويلية التي تؤديها شركات رأس المال المخاطر في التّخفيف من حدّة القيد التمويلي أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن هنا تبرز معالم إشكالية البحث التي يمكن صياغتها على النحو التالي:

إلى أي حد تساهم شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالولايات المتحدة الأمريكية؟

و سعيا للإجابة على هذه الإشكالية قمنا بتفكيكها إلى سؤالين فرعيين على النحو التالي:

- ما هي تطوّرات التمويل برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية؟
- فيم تتمثّل عوامل نجاح تجربة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية؟

وفي ضوء إشكالية البحث وكذا الأسئلة الفرعية المطروحة ننطلق في دراستنا من عدة فرضيات أساسية تتمثّل في:

- تقدّم شركات رأس المال المخاطر مساهمات تمويلية كبيرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الو.م.أ؛
- تلعب السلطات العمومية دورا رئيسيا في عمليّة تنمية رأس المال المخاطر؛
- تساهم تجمّعات التقنية العالية في توفير فرص استثمارية لشركات رأس المال المخاطر.

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح أهمية دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإبراز تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في تعاملها مع هذا الأسلوب التمويلي ومراحل تطور نشاطه، وكذا محاولة معرفة أهم عوامل نجاحه في هذا البلد.

I- الإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر:

سيتمّ التعريف بتقنية التمويل وفق مبدأ رأس المال المخاطر، وذكر خصائصه، وكذا معرفة طبيعة المؤسسات التي تبحث شركات رأس المال المخاطر عن تمويلها، بالإضافة إلى تحديد الوظائف التي

تضطلع بها الشركات التي تعمل وفق هذا الأسلوب التمويلي، وفي الأخير توضيح ايجابيات وسلبيات عمل هذه الأخيرة.

1- ماهية رأس المال المخاطر:

عرّفته الجمعية الوطنية الأمريكية لرأس المال المخاطر (NVCA) بأنّه: "الأموال التي يمنحها أشخاص متخصّصون للمؤسسات الناشئة ذات القدرة العالية على الابتكار وقادرة على النمو بسرعة، وبالتّالي فإنّ شركة رأس المال المخاطر تعدّ وسيطا ماليا تستثمر أموال المستثمرين في مؤسسات لها إمكانية تحقيق عوائد مرتفعة خلال 5 إلى 7 سنوات، إذن هذا النمط التمويلي موجّه لمساعدة المؤسسات على النمو، في فترة زمنية محددة (3- 7 سنوات، وأحيانا تصل إلى 10 سنوات عندما يتمّ التمويل منذ بداية المشروع)".[2] أمّا البنك المركزي الألماني فيراه ".... يدلّ غالبا على الحصص المأخوذة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، غير المدرجة، المبتكرة تكنولوجيا، التي على الرغم من انخفاض ربحيتها الحالية، لكنّها تمتلك استعدادات نمو كبيرة بما فيه الكفاية، [...] لا تزوّد شركات رأس المال المخاطر فقط الأموال الخاصة للمشاريع الناشئة، بل تتعدّاها إلى تقديم خبرتها الواسعة في التسيير، وأيضا الخدمات الاستشارية".[3]

ويعتقد (Darin, Hellmann, and Puri, 2011) بأنّه نشاط احترافي، حيث عرفوه بأنّه "ذلك النشاط الاحترافي في إدارة الأصول بحيث تستثمر الأموال - تجمع من المستثمرين المؤسساتيين أو الأفراد الأثرياء-، في مشاريع جديدة واعدة ذات احتمال نمو مرتفع مستقبلا".[4] أما (Durrani & Boocock, 2006) فيريانه "تقديم الدعم المالي والمهارات الإدارية من قبل المستثمرين للمقاولين أصحاب المهارات، من اجل التمكّن من استغلال الفرص المتاحة في السوق، وبالتّالي الحصول على مكاسب وعوائد رأسمالية مرتفعة على المدى الطويل".[5]

من خلال استعراض التعاريف السابقة، نجد أنّها تتقاطع فيما بينها إلى حد كبير، ويعكس الاختلاف بينها التطور الحاصل في النظرة إلى هذا الأسلوب التمويلي.

وإذا كان رأس المال المخاطر هو أحد أساليب الوساطة المالية، فإنّه في نفس الوقت له مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الأساليب التمويلية نوجزها فيما يلي:

- هو استثمار في مؤسسات صغيرة ومتوسطة غير مدرجة في السوق المالي ولديها هامش نمو مرتفع، بالإضافة إلى أنّ مستثمر رأس المال المخاطر يملك حصة أقل من مالك تلك المؤسسة (un apport minoritaire)؛
- مدّة هذا الاستثمار تكون في الغالب محدودة بنجاح نمو المؤسسة (3-7 سنوات)، لكن تاريخ الخروج من رأس مال المؤسسة غير معروف منذ بداية الاستثمار؛
- في هذا الأسلوب تتمّ مراقبة المؤسسات المموَّلة على أساس عقد صريح؛
- تتحقّق أرباح المستثمر أساسا عن طريق بيع حصته من المؤسسة بعد مدّة من الزمن؛[6]
- يتمّ اتخاذ القرار الاستثماري من جانب المستثمر مقدِّم رأس المال المخاطر، بناءً على العائد المتوقّع للمشروع الذي يتمّ تمويله؛
- غالبا ما تتميّز المؤسسات المموَّلة برأس المال المخاطر بارتفاع المخاطر، وعوائدها المتوقعة كبيرة؛
- تكون أغلبية المؤسسات المموَّلة برأس المال المخاطر في البداية عبارة عن فكرة تكنولوجية أو بحث علمي، ولكن لم تكفي الموارد المالية لأصحابها من أجل تجسيدها على أرض الواقع، كما تكون لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية؛
- يلعب المستثمر في مجال رأس المال المخاطر دورا نشطا داخل المؤسسة التي يتمّ تمويلها، إذ يقدّم النصائح والإرشادات حول طريقة تسييرها، وكذا الحرص على توظيف موظّفين ذوي كفاءة وخبرة في مجال التسيير، كما يسهر على وضع ممثلين له في مجلس إدارة المؤسسة.[7]

2- طبيعة المؤسسات المموَّلة عن طريق شركات رأس المال المخاطر:

تموّل شركات رأس المال المخاطر نوعية من المؤسسات لها خصوصية تميّزها عن باقي المؤسسات الكبيرة والعملاقة، وذلك من خلال سماتها، وكذا الدور الذي تلعبه في اقتصاديات مختلف الدول.

2-1- سمات المؤسسات المموَّلة برأس المال المخاطر:

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الساعية للحصول على تمويل عن طريق رأس المال المخاطر عدة سمات، يمكن إيجازها في النقاط التالية:

- **دورة حياة قصيرة:** وذلك راجع لهشاشتها، حيث يمكن أن ينتهي نشاطها لسبب بسيط كاستقالة موظف أساسي، خسارة زبون مهم ...إلخ؛
- **عدم تمتّعها بذمة مالية منفصلة:** أي أنّ الموارد المالية للمؤسسة هي نفسها موارد مسيّرها، ففي حالة إفلاس المؤسسة سيفلس بالضرورة مالكها أو مسيّرها، [8]كما أنّ المؤسسات ذات الطابع العائلي غالبا ما تتأثّر في حالة ما إذا كانت هناك نزاعات بين الورثة، ممّا تؤدّي هذه الحالة إلى عدم التأكّد من مدى إمكانية تطوّرها ومواصلة نشاطها مستقبلا؛
- **عدم تماثل المعلومات:** وهذا بين المستثمرين الخارجيين وملاّك/مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال مرحلة التفاوض، حيث أنّ المستثمرين الخارجيين ليست لديهم معرفة كافية حول المؤسسة التي يموّلونها وأيضا حول التكنولوجيا التي يستخدمها ملاّك أو مسيرو تلك المشاريع؛
- **ضعف قدرة التمويل الذاتي:** حيث تتميّز بعدم كفاية قدرتها على التمويل الذاتي، وكذا ضعف قدراتها التفاوضية مع المستثمرين؛
- **عدم القيد في السوق المالي:** فهي غير مدرجة في السوق المالي وبالتالي عجز المعلومات المالية والمحاسبية عن الحكم على الصحّة المالية للمؤسسة؛
- **ضعف الضمانات:** وهذا لغياب الأصول المادية التي يمكن أن تضمن القروض البنكية، حيث تمتلك أغلب هذه المشاريع أصولا معنوية (خبرات، براءات الاختراع...إلخ)؛
- عدم التأكّد من التدفقات النقدية المستقبلية، وكذا من المنتج أو الخدمة؛[9]
- عدم التأكّد من الكفاءات التسييرية الفعلية.

2-2- أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تهتم الدول المتقدمة اقتصاديا بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهي تمثّل النسبة الكبيرة من إجمالي المؤسسات الناشطة فيها، حيث يعتبر هذا النوع من المؤسسات بمثابة العمود الفقري لاقتصاد الو.م.أ، فقد أصبحت في سنة 2015 تمثل نسبة 99% من إجمالي المؤسسات، وتساهم في أكثر من 50% من نسبة العمالة في القطاع الخاص، وأيضا المساهمة بـ 65% من صافي الوظائف الجديدة في القطاع الخاص، علاوة على ذلك، فإنّ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المصدّرة تمثّل 98% من إجمالي المصدرين الأمريكيين، وحوالي 35% من إجمالي حجم مبالغ التصديرات في الو.م.أ.[10]

يستمدّ هذا النوع من المؤسسات أهميته من خلال ما يلي:[11]

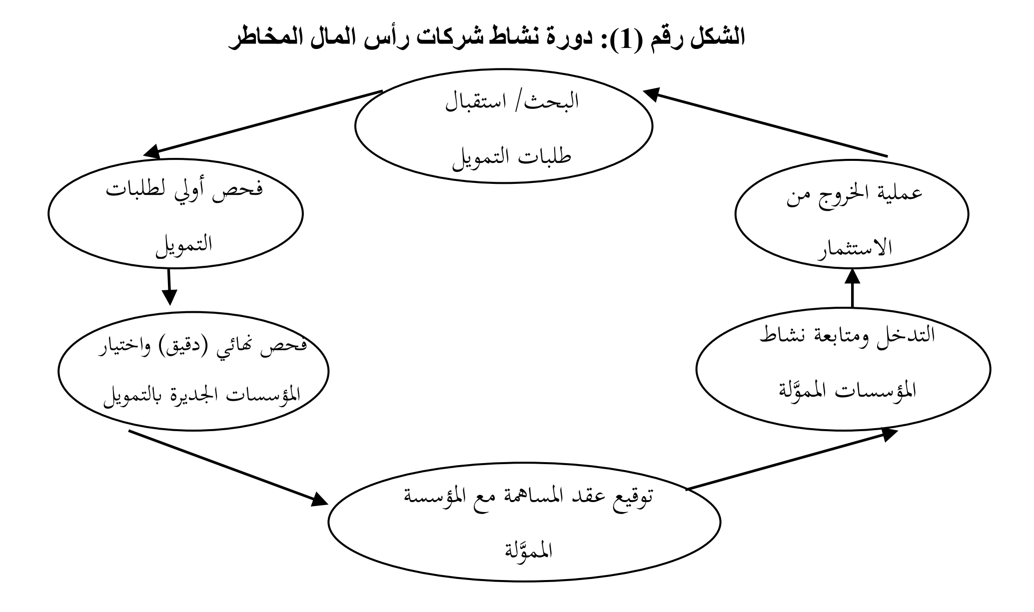
- **قدرتها على المساهمة في تحسّين وضعية ميزان المدفوعات:** إذ أنه بحكم اعتمادها على الموارد المحلية في تلبية حاجات السوق المحلي والخارجي، تعمل على تخفيض حجم الواردات في مقابل الرّفع من حجم الصادرات، وتزداد أهمية هذه المؤسسات في هذا المجال كلما ازدادت جودة منتجاتها وتنافسية أسعارها؛
- **تفتح المجال لخلق ما يعرف بـ (business-like culture) وإدارته**: ولعلّ هذا يعد أحد أهم الفوائد التي تسعى مختلف الدول لتحقيقها من خلال تشجيع هذا القطاع، فمع مرور الوقت وتراكم الخبرات لدى مسيري هذه المؤسسات، سيسمح ذلك بخلق مجتمع ذو عقلية إنتاجية قادر على تنمية الاقتصاد مستقبلا، وخير دليل على ذلك تجربة كل من اليابان والعديد من بلدان جنوب شرق آسيا.

3- وظائف شركات رأس المال المخاطر:

ترتبط وظائف شركة رأس المال المخاطر بعملية متتابعة بين الاستثمار ومتابعة المشاريع، حيث يمكن تقسيمها إلى ستة وظائف رئيسية:

- **تجميع الموارد المالية من المستثمرين:** لا يطرح تجميع الأموال بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر المقيّدة مشكلة لكونها مموَّلة من طرف الشركة الأم، لكن تصادف هذه المشكلة شركات رأس المال المخاطر المستقلة. وتتوقف إمكانية حصول هذه الأخيرة على رؤوس الأموال على مستوى نتائجها المحقّقة في الماضي، وكذا مدى مهنية ومصداقية أعضائها؛[12]
- **البحث عن المشاريع:** حيث تعتبر شركات رأس المال المخاطر بمثابة مكان بحث أو استقبال لطالبي التمويل (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)، ويحدث ذلك بعدّة طرق كبحث شركات رأس المال المخاطر عليها، أو استقبال طلبات التمويل، أو بالاعتماد على وسطاء يقترحون مؤسسات ومشاريع معينة...إلخ؛[13]
- **اختيار الملفات:** تقتضي عملية الاختيار بين المرشحين للحصول على تمويل من قبل شركة رأس المال المخاطر المرور على العديد من المراحل: فاختيار الملفات يمرّ عبر القيام بالفحص الأوّلي على جميع الملفات، ثمّ اختيار الأكثر مصداقية من بينها، ليتمّ إخضاعها إلى فحص جدُّ معمَّق ومفصَّل، ثمّ في الختام يتمّ اتّخاذ القرار النهائي،[14]علما أنّ هذه العملية تتمّ بطريقة جدُّ صارمة، وهذا ما يفسّر الاحتفاظ غالبا بـ 5– 10% من الملفات فقط؛
- **توقيع عقد المساهمة:** يتمّ إبرام عقد يوضّح طبيعة وحجم مساهمات رؤوس الأموال، فضلا عن تحديد الإستراتيجيات وطبيعة العلاقة ما بين المؤسسة وشركة رأس المال المخاطر النّاتجة عن تقديم التمويل؛
- **التدخل في نشاط المؤسسة ومتابعته:** هناك العديد من أشكال المساعدات التي تستفيد منها المؤسسات المموَّلة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، حيث يعتمد الدّعم على شبكات علاقاتها في الأوساط المالية والصناعية، وأكثر المساعدات شيوعا هي:[15]
  - تقديم المساعدة للمؤسسات في مرحلة الانطلاق، من خلال إعداد خطة لتطويرها، وكذا إعداد نظام لمراقبة التكاليف، إضافة إلى كل الخدمات التي تسمح بتحويل المشروع إلى مؤسسة مهيكلة ولها صفة الديمومة؛
  - المساعدة على تسويق المؤسسات خلال المراحل اللاحقة من التطور؛
  - توظيف فريق أو أفراد مكمّلين لإدارة المشروع؛
  - توطيد العلاقات بين المؤسسات والزبائن والمورّدين؛
  - المساعدة على تمكين المؤسسات من استيفاء شروط الإدراج في السوق المالي؛
  - البحث عن شركاء وخصوصا المساعدات الدولية للاستفادة من شبكاتها الدولية بهدف الحصول على تمويلات.
- **عمليات الخروج:** في النهاية، أي بعد مضي 5 – 10 سنوات من المساهمة (في المتوسط)، تتنازل شركة رأس المال المخاطر عن حصتها في المؤسسة المستثمر فيها، وهذا إمّا عن طريق البورصة (أي بيع حصتها على شكل أسهم في السوق الثانوي)، وإمّا بالتنازل عنها لمؤسسة صناعية أو لمؤسسة مالية.[16]

الشكل رقم (1): دورة نشاط شركات رأس المال المخاطر



المصدر: من إعداد الباحثين.

4- ايجابيات وسلبيات شركات رأس المال المخاطر:

تعتمد شركات رأس المال المخاطر على مبدأ تمويلي محبّذ من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا لما يتيحه من مزايا لا يمكن أن تتوفّر في باقي الأساليب التمويلية وخاصة الائتمان البنكي، لكن في نفس الوقت، يعاب على شركات رأس المال المخاطر بعض السلبيات، وسنوضح ذلك من خلال ما يلي:

4-1- ايجابيات عمل شركات رأس المال المخاطر: ينطوي عمل شركات رأس المال المخاطر على العديد من الايجابيات التي تميزها عن باقي مصادر التمويل، تتمثّل أهمّها فيما يلي:

- **المرحلية:** لا يكون التمويل برأس المال المخاطر دفعة واحدة بل يكون مرحلة بمرحلة، فكلّما تنتهي مرحلة يلجأ أرباب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من جديد للمتعامل برأس المال المخاطر. تتيح هذه الميزة فرصا جديدة في حال فشل المشروع، وهذا عن طريق عرض نتائج الأعمال المنجزة عند انتهاء كل مرحلة، ممّا يسمح بعدم تراكم حجم الخسائر؛[17]
- **عدم اشتراطها للضمانات:** وذلك يتّضح من خلال اختيارها للمؤسسات الواعدة عالية المخاطر والتي لها القدرة على رفع قيمة أصولها، بحيث لا تشترط الضمانات مثلما هو معمول به في البنوك؛
- **توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة إلى أن تنمو وتتطور المؤسسة المموَّلة، فيجذب العديد من المستثمرين ما حقّقته، ومن ثمّ تتمّ عملية الخروج من رأسمال المؤسسة عن طريق طرح الأسهم للبيع، و يوجّه العائد من ارتفاع رأس المال إلى تمويل مؤسسات أخرى جديدة؛[18]
- **المراقبة الميدانية:** تعمل شركات رأس المال المخاطر على المراقبة المستمرّة لنشاط المؤسسات المموَّلة من خلال تتبّعها ميدانيا، وهذا على عكس البنوك التي تعتمد على المراقبة الدفترية فقط؛
- **تقديم الدّعم الفني:** حيث غالبا ما يلعب الدّعم الفني الذي تقدّمه شركات رأس المال المخاطر دوراً هامًا في نجاح المؤسسات المموَّلة، إضافة إلى توفيرها للمساهمة طويلة الأجل (أقل أو

تساوي 10سنوات)، وهذا يرجع لمبدأ هذا التمويل في عدم الخروج من رأسمال المؤسسة إلاّ في حال أصبحت قادرة على الإنتاج والنمو، وهذا ما لا تتيحه الديون قصيرة الأجل؛

- **تشجيع الابتكار:** وذلك عن طريق تمويلها للأفكار لتصبح مشاريع في الواقع وأبرز مثال على ذلك موقع التواصل الاجتماعي "Facebook"، أي تعزيز التحوّل نحو الاقتصاد المبني على العلم والمعارف التقنية.

2-4- سلبيات عمل شركات رأس المال المخاطر: يمكن لشركات رأس المال المخاطر أن تصبح عبئا على كاهل أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال تدخّلها في تسيير وتوجيه مسار المؤسسة، ومشاركتها في اتّخاذ القرارات، بالإضافة لمطالبتها بأموال كبيرة نظير التّنازل عن حصّتها من رأسمال المؤسسة، وهذا بالرغم من وجود اتجاه يدافع عن حق الشركة في فعل ذلك لأنّها خاطرت بأموال المستثمرين في مشاريع مرتفعة المخاطر، وبالتّالي من الممكن أن تخسر جزء أو كل أموالهم.[19]

II- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر:

تعتبر الو.م.أ مهد صناعة رأس المال المخاطر، فقد موّلت العديد من المشاريع وفق جوهر هذه التقنية التمويلية، وقطعت الو.م.أ عدة مراحل تاريخية من أجل تطوير هذه الصناعة، حيث ساعدها في ذلك مجموعة من البرامج والقوانين، وكذا تدخّل السلطات العمومية في اتّخاذها لعدّة إجراءات صبّت في مصلحة شركات رأس المال المخاطر، ومن ثمّ في مصلحة قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالإضافة إلى عوامل أخرى ساعدت على نجاح الو.م.أ في العمل وفق هذه التقنية التمويلية.

1- مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية:

لعب الفيزيائي الأمريكي (Karl Taylor Compton) دورا رئيسيا في إنشاء أول شركة أمريكية لرأس المال المخاطر في سنة 1946، والتي عرفت بشركة البحوث والتطوير الأمريكية [20](ARDC) ، وقد أشرف (Geaorges F.Doriot) عميد كلية هارفارد للأعمال في ذلك الوقت على تأسيسها وإدارتها.

حصلت شركة البحوث والتطوير الأمريكية على تمويل مبدئي من طرف شركات التأمين، وفي سنة 1957 استثمرت لأول مرة مبلغ 700 ألف دولار في مؤسسة ديجيتال، التي تمّ إدراجها في البورصة بعد عشر سنوات تقريبا من الاستثمار فيها، حيث بلغت قيمتها في سنة 1968 أكثر من 355 مليون دولار، ممّا يعني تحقيق عائد على الاستثمار أكبر بـ 500 مرة. كما استثمرت في 150 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، ثم اندمجت مع شركة (Textron) في سنة 1976م.[21]

شهدت صناعة رأس المال المخاطر الأميركية منذ نشأتها في سنة 1946 مجموعة من المراحل التاريخية، سنحاول حصرها ما بين فترة الانطلاقة الحقيقية في الثمانينيات إلى غاية سنة 2015، وتم تقسيم هذه المراحل وفقا لما يلي:

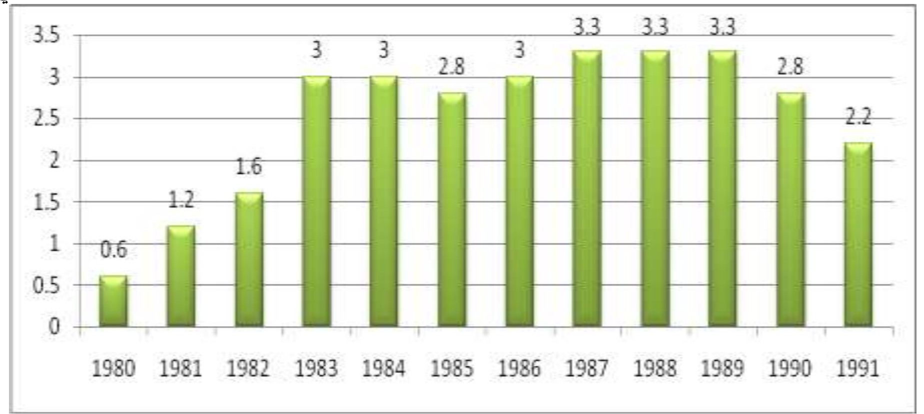
1-1- مرحلة الانطلاقة الحقيقية لرأس المال المخاطر (1980- 1991):

شهد مسار صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية طفرة منذ بداية الثمانينات من القرن العشرين، ويرجع ذلك إلى عاملين رئيسيين هما:

- تخفيض نسبة الضرائب على الأرباح الرأسمالية في سنة 1978، ثم أيضا في سنة 1981، ممّا حفّز على إنشاء شركات وصناديق رأس المال المخاطر جديدة؛[22]

- **قانون تأمين دخل تقاعد الموظف:** ويرجع ذلك إلى سنة 1979، حين سمح هذا القانون بإمكانية استثمار صناديق التقاعد في مجال رأس المال المخاطر، حيث في ظرف 10 سنوات تضاعف حجم صناديق رأس المال المخاطر 10 مرات، فمن مبلغ 481 مليون دولار في سنة 1978 إلى 4.5 مليار دولار في سنة 1988، ونفس الشيء بالنسبة لحصة صناديق التقاعد حيث انتقلت من 17% في سنة 1980 إلى 50% في بداية التسعينيات.[23]

الشكل رقم (2): استثمارات رأس المال المخاطر في الو.م.أ خلال الفترة 1980- 1991
الوحدة: مليار دولار أمريكي



Source : Jarunee Wonglimpiyarat, **The dynamic economic engine at Silicon Valley and US Government programmes in financing innovations,** Technovation, n26, 2006, p1086.

من الشكل رقم (2)، يتّضح أن مستوى الاستثمارات لم يتجاوز عتبة 600 مليون دولار في سنة 1980، ليتجاوز عتبة واحد مليار دولار في سنة 1981، ثم تضاعف 3 مرات في سنة 1983 أين قدر بـ 3 مليار دولار، ليشهد بعدها فترة من الاستقرار النسبي (1983- 1986)، بعدها ارتفع مستوى الاستثمارات بحوالي 300 مليون دولار خلال الفترة (1987- 1989)، ثمّ بعدها انخفضت مستويات الاستثمار خلال سنتي 1990 و 1991 (2.8 و 2.2 مليار دولار على الترتيب) رغم أنه ليس انخفاضًا حادًا إذا ما قارنًا مبلغ 2.2 مليار دولار مع 600 مليون أو 1.2 مليار في سنتي 1980 و 1981 على التوالي.

1-2- مرحلة انتعاش الاستثمار برأس المال المخاطر (1992- 2000):

ارتفعت استثمارات شركات رأس المال المخاطر في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمعدل متزايد خلال الفترة (1992- 2000)، ويرجع ذلك لاستقرار الاقتصاد الأمريكي خلال هذه الفترة، بالإضافة لدعم السلطات العمومية الموجّه لصناعة رأس المال المخاطر،[24]وقد ترجم هذا النجاح في تمويل شركات وصناديق رأس المال المخاطر لـ 28997 مؤسسة صغيرة ومتوسطة باستثمار يقدر بـ 227 مليار دولار من سنة 1992 إلى غاية سنة 2000.[25]

الشكل رقم (3): استثمارات رأس المال المخاطر في الو.م.أ خلال الفترة 1992- 2000
الوحدة: مليار دولار أمريكي

1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
3,59	3,66	4,13	8,01	11,28	15,07	21,53	54,91	105,01

المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على معطيات الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر من خلال الموقع الرسمي لها: www.nvca.org، اطلع عليه بتاريخ: 2016/01/30 على الساعة 07:30.

من الشكل رقم (3)، يظهر أن صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية مرّت بفترة ذهبية لم تشهدها من قبل، ففي سنة 1992 ساهمت شركات رأس المال المخاطر بـ 3.59 مليار دولار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبقي ذلك مستقرًّا نسبيًّا خلال سنتي 1993 و 1994، ثمّ تضاعف في سنة 1995، واستمرّ التوسُّع في مستوى الاستثمارات ليبلغ أرقاما قياسية مع ما عرف بثورة منتجات الانترنت، حيث تجاوز حجم الاستثمارات لأول مرّة عتبة 11 مليار في سنة 1996، ثمّ انتقل من 15 مليار في سنة 1997 إلى غاية 54.91 مليار في سنة 1999، لتتضاعف في ظرف سنة واحدة محقّقة رقما قياسيا في سنة 2000 بحوالي 105.01 مليار دولار.

ويرجع سبب هذا التزايد المستمر في الاستثمارات لارتفاع القيمة السوقية لأسهم مؤسسات الأعمال والمجالات المتعلّقة بها ارتفاعا كبيرا، كما شهدت بورصات الدول المتقدمة خلال هذه الفترة استحداث عدد غير مسبوق من مؤسسات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، سمّيت بمؤسسات "الدوت كوم"، ممّا جعل مؤشر نازداك (الذي يقيس التغير في أسهم مؤسسات التكنولوجيا)، يغلق في 17 سبتمبر 1995 فوق مستوى الـ 1000 نقطة في سابقة تاريخية بالنسبة له، واستمرّ المؤشر في الارتفاع إلى أن وصل في 10 مارس 2000 إلى 5132.52 نقطة وهي أقصى حد له، وكان ذلك قبل انفجار الفقاعة.[26]

1-3- مرحلة ما بعد أزمة فقاعة الانترنت (2001- 2007):

رغم أن استثمارات رأس المال المخاطر عرفت نموًا غير مسبوق في المرحلة السابقة، إلاّ أنّ هذه المرحلة لم تدم طويلا، بل يمكن اعتبار تلك المبالغ الضخمة المستثمرة بمثابة بذور للأزمة، وهذا راجع لدخول عدد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عديمة الفعالية، وكذا اندفاع المموّلين برأس المال المخاطر في الاستثمار مع عدم مراعاة قواعد الحيطة والحذر، وهو ما ساهم في بروز فقاعة افتراضية في بورصة الأوراق المالية، انفجرت مخلّفة وراءها انعكاسات سلبية أدّت إلى تغيير مسار صناعة رأس المال المخاطر في الألفية الثالثة.

ولقد انجر عن انفجار فقاعة الانترنت عدة انعكاسات سلبية لعلّ أبرزها انخفاض مستويات مؤشر نازداك إلى نصف قيمتها بعد مرور سنة واحدة بعدما أغلق في سنة 2000 بـ 5132.52 نقطة، ثم انخفضت إلى أقل قيمة لها عند مستوى 1108.49 في 10 أكتوبر 2002.[27]

الشكل رقم (4): استثمارات رأس المال المخاطر في الو.م.أ خلال الفترة 2001- 2007
الوحدة: مليار دولار أمريكي

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
40,93	22,19	19,67	22,85	23,23	27,64	32,06

المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على معطيات الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر من خلال الموقع الرسمي لها: www.nvca.org، اطلع عليه بتاريخ: 2016/01/30 على الساعة 07:30.

يتّضح من خلال الشكل رقم (4)، أنّه حدث سقوط حر في مستوى الاستثمارات بفعل انفجار فقاعة الانترنت، ما جعلها تنحدر من 105.01 مليار في سنة 2000 إلى ما يقارب 40 مليار في سنة 2001، أي انخفضت بنسبة 60% تقريبا في ظرف سنة واحدة، ثمّ في سنة 2002 انخفضت بنسبة 50% مقارنة بسابقتها، لتواصل الانخفاض إلى أن وصلت إلى أدنى قيمة لها في سنة 2003 بحوالي 19.67 مليار دولار، واستقرّت في حدود 23 مليار دولار حتى سنة 2005، لتتجاوز حاجز 27 مليار في سنة 2006، ثمّ أكثر من 32 مليار قي سنة 2007.

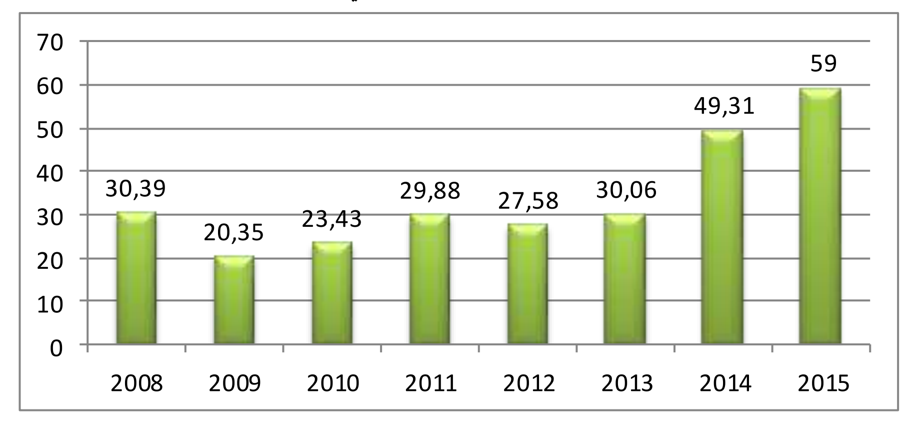
1-4- مرحلة ما بعد الأزمة المالية العالمية (2008- 2015):

انهارت الأسواق المالية الأمريكية بفعل الأزمة المالية العالمية في سنة 2008، ممّا أدّى إلى انخفاض استثمارات رأس المال المخاطر من 30.39 مليار في سنة 2008 إلى 20.35 مليار في سنة 2009، ثمّ بدأت تشهد بعض التحسّن فاستثمرت في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مبلغ 23.43 مليار في سنة 2010، و 29.88 مليار في سنة 2011، وبقيت مستقرّة تقريبا في سنة 2013، حيث استثمر ما يقارب 30.06 مليار في نفس السنة.

وبعدما بدأ الاقتصاد الأمريكي يتعافى من الأزمة المالية، بدأت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية تشهد انتعاشا ابتداء من سنة 2014 باستثمارات قدرها 49.31 مليار، وواصلت الارتفاع في سنة 2015، حيث قاربت 59 مليار دولار. في إشارة لعودة استفادة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأكبر قدر ممكن من هذا الأسلوب التمويلي. **(انظر الشكل5)**

الشكل رقم (5): استثمارات رأس المال المخاطر في الو.م.أ خلال الفترة 2008- 2015

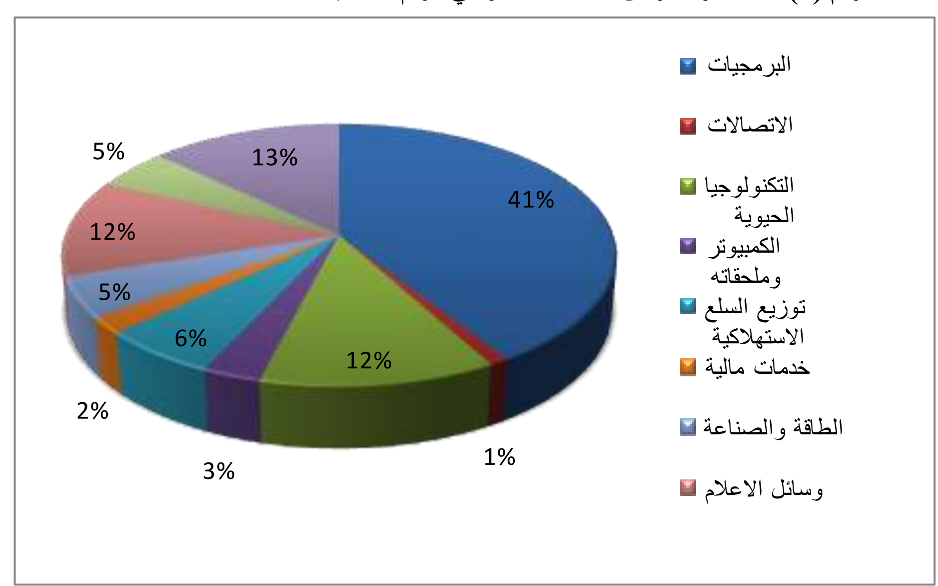
الوحدة: مليار دولار أمريكي



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على معطيات الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر من خلال الموقع الرسمي لها: www.nvca.org، اطلع عليه بتاريخ: 2016/01/30 على الساعة 07:30.

خلال سنة 2014، عرفت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكي نشاط حوالي 700 صندوق رأس المال المخاطر (منها أكثر من 400 صندوق عضو في الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر NVCA). ويختصّ ثلثا هذه الصناديق في تمويل المشاريع الإبتكارية ذات التكنولوجيا العالية.[28]

الشكل رقم (6): استثمارات رأس المال المخاطر في الو.م.أ حسب قطاعات النشاط خلال سنة 2014



المصدر: تم إعداد الشكل بالاعتماد على معطيات الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر من خلال الموقع الرسمي لها: www.nvca.org، اطلع عليه بتاريخ: 2015/12/10 على الساعة 22:30 .

تركّزت النسبة الكبرى من تمويلات المتعاملين برأس المال المخاطر في قطاعات التكنولوجيا، فبالاعتماد على الشكل (6)، يتبيّن مدى التركيز على تمويل مشاريع قطاع البرمجيات، حيث قدّرت نسبة التمويلات بـ 41% من إجمالي تمويلات سنة 2014 (بمعنى استثمار 20.21 مليار من 49.31 مليار دولار)، تليها في المرتبة الثانية مشاريع كل من التكنولوجيا الحيوية ووسائل الإعلام بـ 12% لكل واحدة منها.

2- عوامل نجاح تجربة التمويل برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية:

تكلّلت تجربة الو.م.أ في استخدام شركات رأس المال المخاطر من أجل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنجاح باهر، ممّا جعلها تعتبر عرّاب هذه الصناعة على المستوى العالمي، لكن ما يمكن ملاحظته، هو أنّها لم تصل إلى هذه المرتبة بمحض الصدفة بل كان ذلك عن طريق تداخل مجموعة من العوامل المساعدة على تحقيق هذا النجاح، لعلّ من أبرز هذه العوامل نجد:

2-1- تدخّل السلطات العمومية الأمريكية في تطوير صناعة رأس المال المخاطر:

عكفت السلطات العمومية الأمريكية منذ الخمسينيات من القرن 20م على تشجيع عمليات الابتكار وتجسيد نتائج الأبحاث الجامعية والمخبرية في شكل مؤسسات صغيرة ومتوسطة، بغية أخذ السبق التكنولوجي عالميا (في منافستها الشديدة مع اليابان)؛ وذلك من خلال اتّخاذها لعدّة إجراءات لتطوير وتنظيم عمل شركات رأس المال المخاطر، بداية بوضع إطار تشريعي وتنظيمي لصناعة رأس المال المخاطر، وثانيا إطلاقها لعدّة برامج تمويلية نوجز أهمّها فيما يلي:

- **برنامج شركات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة (Small Business Investment Company):** يعتبر أول البرامج الحكومية المخصصة لرأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، فقد أُطْلِقَ سنة 1958 من طرف الكونغرس الأمريكي، وجاء ذلك كرد فعل على إطلاق الاتحاد السوفييتي للقمر الصناعي Sputnik سنة 1957، حيث يعتبر هذا البرنامج بمثابة مجموعة من شركات الاستثمار بالأموال الخاصة والإقراض، تنشط تحت الإشراف القانوني لإدارة المنشآت الصغيرة (SBA)، وتقوم بتوفير النصائح للمؤسسات الصغيرة، وهذا بهدف تشجيع شركات رأس المال المخاطر على الاستثمار فيها؛[29]

في السنة المالية 2014، قام الكونغرس برفع مبالغ تمويل هذا البرنامج من 3 مليار إلى 4 مليار دولار أمريكي، لكن عمليات التمويل في هذا البرنامج تتطلّب احترام بعض القواعد الأساسية، يمكن إيجاز أهمّها فيما يلي:[30]

- يجب تخصيص على الأقل 25% من رأسمال برنامج SBICs للمؤسسات الصغيرة؛
- تستفيد من هذا التمويل فقط المؤسسات الصغيرة التي يقلّ عندها صافي حق الملكية الملموس (tangible net worth)[31] عن 19.5 مليون دولار، وأيضا لا يتجاوز متوسط صافي الدخل للسنتين الماليتين السابقتين أكثر من 6.5 مليون دولار.

- **برنامج بحوث الابتكار الخاص بالمؤسسات الصغيرة (Small Business Innovation Research):** يعتبر ثاني أهم برنامج يستهدف المؤسسات الصغيرة، ممّا يؤدّي بطريقة غير مباشرة إلى خدمة مصالح سوق رأس المال المخاطر الأمريكي، حيث انفق أكثر من 7 ملايير دولار على المؤسسات الصغيرة خلال الفترة (1993- 1997)، ضف إلى ذلك تحقيق المؤسسات المستفيدة منه لمعدّلات نمو أعلى في المبيعات والتوظيف، بالإضافة إلى زيادة احتمال حصولها على تمويل رأس المال المخاطر مستقبلا؛[32]
- **وكالة الاستثمار الخاص لما وراء البحار (Overseas Private Investment Corporation):** هي وكالة تابعة لحكومة الو.م.أ، أنشئت في سنة 1971، من بين أهدافها دعم شركات رأس المال المخاطر، حيث تعتبر أحد مناهج الو.م.أ في التشجيع على الاستثمار في مجال رأس المال المخاطر سواء في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المحلية أو في دول أخرى، فهي تملك استثمارات في 160 دولة على مستوى العالم؛[33]

- **برنامج نقل تكنولوجيا المؤسسات الصغيرة (The Small Business Technology Transfer):** بدأ العمل بهذا البرنامج سنة 1992، يرتكز على تسويق الأبحاث والتطويرات التي تتوصل إليها الجامعات والمخابر الحكومية.[34]

على ضوء ما سبق، يتّضح الدور الكبير الذي قامت به السلطات العمومية الأمريكية من خلال تهيئتها للإطار التشريعي والمؤسساتي، ممّا انعكس إيجابا بشكل مباشر أو غير مباشر على ترقية النّشاط التمويلي لرأس المال المخاطر.

2-2- تطور السوق التكنولوجي وديناميكيته:

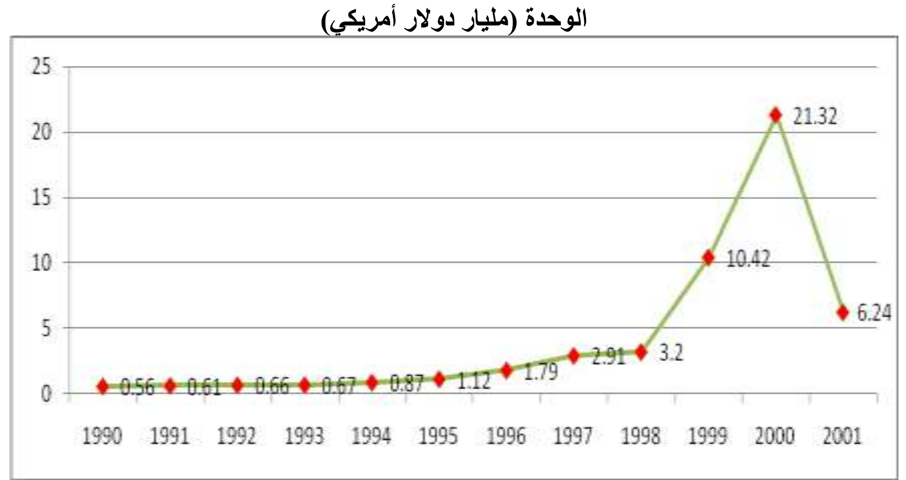
تتقدّم الو.م.أ بسنتين عن قارة أوروبا من ناحية التطوّر التكنولوجي، وهذا بفعل الاستمرارية في مجالات البحث والابتكار، كما يتميّز السوق التكنولوجي الأمريكي بالتعطّش للإنتاج التكنولوجي بصفة مستمرة مقارنة بباقي دول العالم، حيث يغطي نسبة 50% من إجمالي السوق العالمي، ويرجع الفضل في هذا بنسبة كبيرة لسعي المؤسسات الكبيرة للحفاظ على حصصها السوقية عن طريق تطويرها للإنتاج التكنولوجي لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.[35]

2-3- مساهمة تجمع التقنية العالية "وادي السيلكون" في نمو رأس المال المخاطر:

تعود نشأة وادي السيلكون[36] إلى بداية الثلاثينيات من القرن 20م، ويحتوي وادي السيلكون على العديد من المؤسسات التي كانت عبارة عن مجرّد فكرة أو بحث لتصبح حاليا من أشهر المؤسسات الناجحة عالميا على غرار مؤسسة Yahoo؛ Google؛ HP...الخ.

الشكل رقم (7): إجمالي تمويلات رأس المال المخاطر للمؤسسات في وادي السيلكون خلال الفترة (1990- 2001)

الوحدة (مليار دولار أمريكي)



Source : Jarunee Wonglimpiyarat, **The dynamic economic engine at Silicon Valley and US Government programmes in financing innovations,** Op cit, P1087.

يعتبر وادي السيلكون ركيزة أساسية في تطوّر ونجاح نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي، ففي سنة 2000 قُدِّرَت نسبة استثمارات رأس المال المخاطر فيه بـ 20% من إجمالي الاستثمارات[37] في الو.م.أ (أنظر الشكل 7)، حيث ساعد قرب المسافة بين مختلف أطراف العملية التمويلية برأس المال المخاطر (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، شركات رأس المال المخاطر...) على نجاحه.

يقوم وادي السيلكون على ثلاث دعامات رئيسية سمحت له بأن يُقَدِّم مساهمة فعّالة في تنمية صناعة رأس المال المخاطر بالو.م.أ، حيث تعتبر هذه الدَّعامات مُكَمِّلة لبعضها البعض، وتتمثَّل الدَّعامة الأولى في مجموعة من الجامعات ومخابر البحث التَّابعة للهيئات العمومية أو للمؤسسات الكبيرة، أمّا الدَّعامة الثانية فتتجسّد في شركات رأس المال المخاطر، والتي تعتبر مكمّلة للدّعامة الأولى، بالإضافة إلى دَّعامة أخرى تتمثّل في الوسطاء المتخصِّصين على سبيل المثال: مكاتب المحاسبة، المحامي...إلخ، وتتمثّل مهمّة هذه الأخيرة في الربط بين الدّعامتين الأولى والثانية، ممّا يعتبر عاملاً حاسمًا في تمكين وادي السيلكون من لعب دور حاسم في ترقية هذا النشاط.[38]

2-4- مساهمة بورصة "نازداك" في تسهيل عمل شركات رأس المال المخاطر:

أدّت الشروط الصارمة لإدراج المؤسسات في بورصة نيويورك (NYSE) إلى عدم إمكانية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في أغلب الأحيان، وبما أنّ المتعاملين برأس المال المخاطر يفضّلون التخلّي عن مساهمتهم عن طريق الخروج الملكي[39]، فإنّ ذلك أدّى إلى ضرورة إنشاء سوق مالي فرعي، يتّسم بشروط مرنة لإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن ثمّ أنشئت بورصة نازداك NASDAQ[40]، إذ تنتمي أغلب المؤسسات المدرجة فيها إلى قطاع التكنولوجيا، وتحظى هذه البورصة بأهمية كبيرة بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر، نظرا لإتاحتها لهم:

- قناة خروج مثالية من رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المموَّلة، وخير دليل على ذلك النجاحات المحقّقة من طرف المؤسسات الناشطة في وادي السيلكون المدرجة به، ولم تكن لتحّققها بدون وجود هذه البورصة؛
- تسييل الأوراق المالية للمؤسسات المموّلة، وبالتّالي ضمان حصول المتعاملين برأس المال المخاطر على الأموال المستثمرة في تلك المؤسسات مضافا إليها القيمة المضافة المتوقّعة، ممّا يسمح بإعادة استثمارها في مشاريع أخرى؛
- إنعاش التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، وبالتّالي تنمية وتطوير المؤسسات، ومن ثمّ إنعاش النشاط الاقتصادي.

خاتمـــــة:

يعتبر رأس المال المخاطر بمثابة المحرّك لعجلة نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة ذات الطابع التكنولوجي، وقد اعتبرت الو.م.أ السبَّاقة في هذا المجال، حيث بدأ التعامل بهذا الأسلوب التمويلي فيها منذ منتصف الخمسينيات من القرن 20م، ومرّت هذه الصناعة بأطوار عديدة سمحت لها ببلوغ مرحلة النضج ومن ثمّ تحقيق النّجاحات، ممّا جعل من الو.م.أ تنفرد بريادة التّرتيب العالمي فيما يتعلّق بحجم استثمارات شركات رأس المال المخاطر في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

توصّلنا من خلال هذه الدراسة لعدّة نتائج نبيّنها في النقاط التالية:

- ساهمت شركات رأس المال المخاطر في تقديم تمويلات كبيرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الو.م.أ، فقد قدّرت مساهمتها في سنة 1983 بـ 3مليار دولار أمريكي، كما ساهمت بحوالي 227 مليار دولار خلال الفترة (1992-2000)، وأيضا في سنة 2015، وظّفت مبلغ 59 مليار دولار في هذا النّوع من المؤسسات. وهذا ما يثبت صحّة الفرضية الأولى، والتي جاءت صيغتها كالتالي: **"تقدّم شركات رأس المال المخاطر مساهمات تمويلية كبيرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الو.م.أ"؛**
- أقدمت السلطات العمومية الأمريكية على وضع إطار تشريعي وتنظيمي لصناعة رأس المال المخاطر، كما لعبت دورا رئيسيا في تشجيع عمليّات الابتكار والسعي نحو تجسيدها في شكل مؤسسات صغيرة ومتوسطة، حيث أطلقت عدّة برامج تمويلية (مثل: برنامج بحوث الابتكار الخاص بالمؤسسات الصغيرة، برنامج نقل تكنولوجيا المؤسسات الصغيرة...إلخ) ترمي إلى تحقيق السبق التكنولوجي عالميا، ممّا سمح بتوفير كمّ هائل من الفرص الاستثمارية أمام شركات رأس المال المخاطر، وبالتّالي تحفيز المستثمرين على توظيف أموالهم في هذا المجال، ممّا أثّر إيجابا بشكل مباشر أو غير مباشر على هذه التقنية التمويلية، وهذا ما يثبت

صحّة الفرضية الثانية، والتي جاءت صيغتها كالتالي: **"تلعب السلطات العمومية دورا رئيسيا في عمليّة تنمية رأس المال المخاطر"؛**

- ساهم وادي السيلكون في التّعريف بأبحاث وأفكار لتصبح حاليا من أشهر المؤسسات الناجحة عالميا مثل: Google، حيث عمل على توفير الفرص الاستثمارية لشركات رأس المال المخاطر، ففي سنة 2000، قدّرت الاستثمارات فيه بـ 21.32 مليار دولار أمريكي، وأيضا في سنة 2014، استنتجنا التركيز الكبير لهذه الشركات على المشاريع التكنولوجية، إذ تمّ الاستثمار في قطاع البرمجيات بـ 41% من إجمالي المبالغ المستثمرة، وهذا ما يثبت صحّة الفرضية الثالثة، والتي صيغت كالتالي: **"تساهم تجمّعات التقنية العالية في توفير فرص استثمارية لشركات رأس المال المخاطر".**

انطلاقا من النتائج السابقة، نستخلص مجموعة من الدروس حول متطلّبات تطوير صناعة رأس المال المخاطر، وذلك استنادا لتجربة الو.م.أ، سنحاول إيجازها في النقاط التالية:

- ضرورة إعداد إطار تشريعي وتنظيمي لنشاط رأس المال المخاطر؛
- تدخّل السلطات العمومية لتنظيم عمل شركات رأس المال المخاطر؛
- يؤدي الاستقرار الاقتصادي دورا محوريا في تطور سوق رأس المال المخاطر، من خلال رفعه لهامش نجاح المؤسسات المموَّلة، وبالتّالي إقبال شركات رأس المال المخاطر على اقتناص الفرص الاستثمارية السانحة أمامها؛
- تخفيض نسبة الضرائب على الأرباح الرأسمالية، ممّا سيحفّز المستثمرين على توظيف أموالهم في شركات وصناديق رأس المال المخاطر؛
- تمكين صناديق التقاعد من الاستثمار في مجال رأس المال المخاطر، وهذا ما سيوفّر موارد مالية ضخمة للشركات الناشطة في هذه المهنة؛
- إطلاق السلطات العمومية لبرامج تمويلية موجّهة خصيصا لمساندة المشاريع الإبتكارية؛
- إنشاء تجمّعات للتقنية العالية على غرار "وادي السيلكون"، ممّا سيسمح بخلق بيئة مناسبة لتمويل عمليّات تجسيد الأفكار الإبتكارية على أرض الواقع، بحيث ستكون هناك علاقة ترابط ما بين الجامعات والمخابر مع شركات رأس المال المخاطر، مضافا لها مكاتب المحاسبة والمحامين...إلخ؛
- توفير قنوات الخروج مثل إنشاء بورصة "نازداك" الذي ساهم بشكل فعّال في انتعاش صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، نظرا لمتطلّباتها المرنة والسهلة لإدراج المؤسسات المموَّلة، وبالتّالي إتاحة قناة خروج مفضّلة لشركات برأس المال المخاطر (الخروج الملكي).

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

1- السيد أحمد عبد الخالق، **المشروعات الصغيرة في ظل التحولات الاقتصادية المحلية والعالمية**، ورقة عمل، جامعة المنصورة، مصر، دون سنة نشر.

2- بريبش السعيد، **رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE**، مجلة الباحث، ع5، 2007.

3- تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، **الموارد المالية ورأس المال المخاطر وريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات**، 07-0455، الأمم المتحدة، نيويورك، 30 أكتوبر 2007.

4- روينة عبد السميع، حجازي إسماعيل، **تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر**، الملتقى الدولي حول: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 17 – 18 أفريل 2006.

5- سامي عبد الباقي، **دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر**، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، جويلية 2010.

6- عصام بن يحي الفيلالي، **دور مجمعات التقنية في التحول نحو الاقتصاد المعرفي**، سلسلة دراسات، الإصدار 27، مركز الدراسات الإستراتيجية، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2010.

7- وزارة المالية (جمهورية مصر) ، **تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة**، ملخص تنفيذي، مصر، جويلية 2004.

المراجع باللغات الأجنبية:

1- Alexander Haislip, **Essentials of Venture Capital,** Published by John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, U.S.A, 2011.

2- Arnd Plagge, **Public Policy for Venture Capital –A Comparision of the United States and Germany-,** Deutscher Universitats-Verlag, Wiesbaden, Germany, 2006.

3- Bank of England, **Venture capital**, Quarterly Bulletin, December 1982. Sur le site : http://www.bankofengland.co.uk/ Consulté le : 28/01/2016 à 18 :00.

4- Cherif Monder, **Ingénierie financière et private equity**, Revue Banque Edition, France, 2003.

5- Dorothée Rivaud Danset, Annick Vignes, **Le capital-risque et ses deux marchés,** Revue d’économie industrielle, Vol.107, 3e trimestre 2004.

6- Emmanuelle Dubocage, Dorothée Rivaud-Danset, **Le Capital-risque**, éditeur La Découverte, Paris, 2006.

7- Eric Stéphany, **La relation capitale-risque / PME ; Fondements et pratiques,** édition De Boeck Université, Belgique, 2003.

8- Gilles Mougenot, **Tout savoir sur le capital investissement**, 5e édition, Gualino éditeur, France, 2014.

9- Jarunee Wonglimpiyarat, **The dynamic economic engine at Silicon Valley and US Government programmes in financing innovations,** Technovation, n26, 2006.

10- Josée ST-PIERRE, **La gestion financière des PME –Théories et pratiques-**, Presses de l’Université du Québec, Canada, 2003.

11- Khelil abderrazek, **Capital-Risque et financement des PME**, Le colloque national: "PME et son rôle en développement", Université Kasdi Merbah, Laghouat, 8-9 avril 2002.

12- Mansoor Durrani and Grahame Boocock, **Venture Capital,Islamic Finance and SMEs**, PALGRAVE MACMILLAN, Great Britain, 2006.

13- Marco Da Rin, Thomas F. Hellmann, Manju Puri, **A survey of venture capital research,** Working Paper 17523, National bureau of economic research, Cambridge, October 2011.

14- Patrice Geoffron, **Une analyse du processus de structuration des industries du capital-risque**, Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, Vol.4, n3, 1991.

15- Pierre Battini, **Capital Risque : Mode d'emploi**, Ed Organisation, 3ème édition, Paris, 2001.

16- Shahin Firoozmand and all, **State of SME Finance in the United States in 2015,** TradeUp Capital Fund and Nextrade Group, LLC, U.S.A, March 2015.

مواقع الانترنت:

1- https://www.sba.gov Consulté le : 11/01/2016 à 20 :30.

2- https://www.opic.gov/who-we-are/overview Consulté le: 21/01/2016 à 23:00.

3- www.nvca.org Consulté le : 28/01/2016 à 10:00.

الهوامش :

1- Alexander Haislip, **Essentials of Venture Capital,** Published by John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, U.S.A, 2011, P264.

2- Dorothée Rivaud Danset, Annick Vignes, **Le capital-risque et ses deux marchés,** Revue d'économie industrielle, Vol. 107, 3e trimestre 2004, P172.

3- Arnd Plagge, **Public Policy for Venture Capital –A Comparision of the United States and Germany-,** Deutscher Universitats-Verlag, Wiesbaden, Germany, 2006, P3.

4- Marco Da Rin, Thomas F. Hellmann, Manju Puri, **A survey of venture capital research,** Working Paper 17523, National bureau of economic research, Cambridge, October 2011, P3.

5- Mansoor Durrani and Grahame Boocock, **Venture Capital,Islamic Finance and SMEs**, PALGRAVE MACMILLAN, Great Britain, 2006, P36.

6- Eric Stéphany, **La relation capitale-risque / PME ; Fondements et pratiques,** édition De Boeck Université, Belgique, 2003, P11.

7- سامي عبد الباقي، **دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر**، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، جويلية 2010، ص ص 12-14.

8- Josée ST-PIERRE, **La gestion financière des PME –Théories et pratiques-**, Presses de l'Université du Québec, Canada, 2003, P7.

9- Cherif Monder, **Ingénierie financière et private equity**, Revue Banque Edition, France, 2003, p18.

10- Shahin Firoozmand and all, **State of SME Finance in the United States in 2015,** TradeUp Capital Fund and Nextrade Group, LLC, U.S.A, March 2015**,** P3.

11- السيد أحمد عبد الخالق، **المشروعات الصغيرة في ظل التحولات الاقتصادية المحلية والعالمية،** ورقة عمل، جامعة المنصورة، مصر، دون سنة نشر، ص ص 185-186.

12- Khelil abderrazek, **Capital-Risque et financement des PME**, Le colloque national: "PME et son rôle en développement", Université Kasdi Merbah, Laghouat, 8-9 avril 2002, P37.

13- Patrice Geoffron, **Une analyse du processus de structuration des industries du capital-risque**, Revue internationale P.M.E. : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, Vol.4, n3, 1991, P98.

14- Khelil abderrazek, Op.Cit, P37.

15- Idem, P38.

16-Patrice Geoffron, Op.Cit, P98.

17- روينة عبد السميع، حجازي إسماعيل، **تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر،** الملتقى الدولي حول: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 17 – 18 أفريل 2006، ص309.

18- بريبش السعيد، **رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE**، مجلة الباحث، ع5، 2007، ص.10.

17- نفس المرجع، ص10.

20- ARDC = American Research and Development Corporation.

21- عصام بن يحي الفيلالي، **دور مجمعات التقنية في التحول نحو الاقتصاد المعرفي،** سلسلة دراسات، الإصدار 27، مركز الدراسات الإستراتيجية، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 2010، ص ص 57-58.

22-Bank of England, **Venture capital**, Quarterly Bulletin, December 1982, P512. Sur le site : http://www.bankofengland.co.uk/ Consulté le : 28/01/2016 à 18 :00.

23- Gilles Mougenot, **Tout savoir sur le capital investissement**, 5e édition, Gualino éditeur, France, 2014, p145.

24- وزارة المالية (جمهورية مصر) ، **تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة،** ملخص تنفيذي، مصر، جويلية 2004، ص.27.

25- اعتمادا على معطيات الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر www.nvca.org اطلع عليه بتاريخ: 2016/01/28 على الساعة 10:00.

26- تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، **الموارد المالية ورأس المال المخاطر وريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات،** 0455-07، الأمم المتحدة، نيويورك، 30 أكتوبر 2007، ص 61.

27- نفس المرجع، ص 61.

28- Gilles Mougenot, Op cit, P38.

29- Arnd Plagge, **Public Policy for Venture Capital –A Comparision of the United States and Germany-,** Op cit, pp 33-34.

30- Report on SBICs, **Small Business Investment Companies: Investment Option for Banks**, Office of the Comptroller of the Currency, Washington,

September 2015, pp1-2. Sur le lien : https://www.sba.gov/sites/default/files/article-files/insights-sbic.pdf Consulté le : 11/01/2016 à 20 :30.

31- صافي حق الملكية الملموس (tangible net worth)= إجمالي أصول المؤسسة – الأصول غير الملموسة (براءات الاختراع، حقوق التأليف والنشر) – إجمالي الخصوم.

32- Arnd Plagge, **Public Policy for Venture Capital –A Comparision of the United States and Germany-,** Op cit, p35.

33- https://www.opic.gov/who-we-are/overview Consulté le: 21/01/2016 à 23:00.

34- Jarunee Wonglimpiyarat, **The dynamic economic engine at Silicon Valley and US Government programmes in financing innovations,** Op cit, P1085.

35- Pierre Battini, **Capital Risque : Mode d'emploi**, Ed Organisation, 3ème édition, Paris, 2001 , p268.

36- Silicon Valley (تسمى أيضا هضبة السيلكون).

37-في سنة 2000، استثمرت شركات رأس المال المخاطر مبلغ إجمالي يقدّر بـ105.01 مليار دولار أمريكي (انظر الشكل رقم 3)، منها 21.32 مليار دولار تمّ استثمارها في وادي السيلكون، ومن خلال هذه المعطيات قمنا بحساب نسبة الاستثمارات في وادي السيلكون بالنسبة لإجمالي الاستثمارات في الو.م.أ والتي وجدناها تساوي 20%.

38- Emmanuelle Dubocage, Dorothée Rivaud-Danset, **Le Capital-risque**, éditeur La Découverte, Paris, 2006, pp 63-64.

39- **الخروج الملكي:** هو عبارة عن طريقة من الطرق التي تتّبعها شركات رأس المال المخاطر للتخلّي عن مساهمتها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويتمّ ذلك عن طريق طرح أسهمها للاكتتاب في البورصة.

40- بورصة NASDAQ هي اختصار لـ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations system)، حيث أنشئت في سنة 1971، وتعتبر سوق مالي أمريكي مقرّها الرئيسي في نيويورك، وهي أكبر بورصة تعمل على أساس الشاشات الالكترونية في الو.م.أ مع أكثر من 3100 مؤسسة مدرجة بها. وفي سنة 2013، بلغت القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المدرجة على مؤشر نازداك حوالي 4582 مليار دولار.